

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 1159 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江阴澄星实业集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持其“11澄星MTN1”和“11澄星MTN2”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江阴澄星实业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 澄星 MTN1	5 亿元	2011/2/18-2016/2/18	AA	AA
11 澄星 MTN2	10 亿元	2011/3/30-2014/3/30	AA	AA

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 31 日

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
现金类资产(亿元)	24.26	27.95	31.02
资产总额(亿元)	123.21	141.42	172.89
所有者权益(亿元)	44.84	51.82	61.39
短期债务(亿元)	56.97	60.36	61.27
全部债务(亿元)	74.63	78.09	99.00
营业收入(亿元)	149.70	177.89	168.17
利润总额(亿元)	5.21	8.65	11.61
EBITDA(亿元)	12.78	18.26	--
经营性净现金流(亿元)	11.96	15.91	10.63
营业利润率(%)	6.69	8.80	10.51
净资产收益率(%)	10.30	13.48	--
资产负债率(%)	63.61	63.36	64.49
全部债务资本化比率(%)	62.47	60.11	61.72
流动比率(%)	68.71	74.14	80.30
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	4.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.89	5.47	--
经营现金流负债比(%)	20.44	25.73	--

注: 2011 年三季度数据未经审计。

分析师

姚德平

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

2010 年以来, 国内磷酸及磷酸盐制品依然处于产能过剩的状态, 但受益于节能减排和天气干旱等因素, 其价格依然较高; PTA 和 PET 的价格则在原料价格上涨、产能迅速扩张的影响下出现了大幅波动。跟踪期内, 江阴澄星实业集团有限公司(以下称“公司”)总体收入和利润总额规模快速增长, 但公司整体盈利能力一般。同时, 联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)也关注到化工行业原材料价格波动大、债务规模增长等因素给公司经营及偿债能力可能带来不利影响。

随着公司汉邦 PTA 项目的建成投产, 公司原料来源更加稳定, 产业链进一步完善, 营业收入将持续增加, 同时公司的盈利能力有望得到提升。联合资信对公司的展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11 澄星 MTN1”和“11 澄星 MTN2”AA 的信用等级。

优势

1. 公司在中国磷酸盐行业居领先地位, 拥有从磷矿、电厂到物流运输完整的产业链。
2. 公司成功延伸至 PET 上游原料 PTA 的生产, 产业链进一步完善。
3. 公司经营活动现金流量对存续债券的覆盖能力较强。

关注

1. 公司磷酸盐和聚酯切片原料价格波动大, 产品价格受行业景气周期影响大, 毛利率较低。
2. 公司债务规模总量增长较快, 债务结构有待改善。

一、主体概况

江阴澄星实业集团有限公司（以下简称“澄星集团”或公司）前身为由江阴市要塞镇澄南村于 1984 年成立的村办企业江阴市要塞澄南化工厂。1994 年 5 月，以江阴市要塞澄南化工厂为主体的五家同属于江阴市要塞镇澄南村的村办企业组建成立江苏澄星磷化工集团公司。2001 年 3 月，江苏澄星磷化工集团公司由李兴等 30 名自然人出资改制为有限责任公司，并更名为江阴澄星实业集团有限公司（现名），注册资本变为 19834 万元。随后公司进行了多次增资，2009 年 8 月公司股东将部分股权转让给江阴澄星实业集团有限公司工会委员会。

截至 2011 年 9 月底，公司注册资本 82000 万元，股东结构如下表 1 所示。李兴先生为公司创始人，也是公司的实际控制人。

表 1 公司最新股权结构

股东名称	投资额（元）	占股比例（%）
李兴	418212300	51.00
傅本度	58165060	7.09
李伟林	49910940	6.08
周忠明	41683060	5.08
刘金法	22844367	2.78
陈国龙	14508800	1.76
澄星集团工会委员会	214675473	26.17
合计	820000000	100.00

资料来源：公司提供

公司主要从事实业投资，目前已涉足精细磷化工；矿、电、磷一体化；热电；聚酯瓶级切片；化肥生产；液体化工产品仓储物流；国际进出口贸易等领域。

截至 2011 年 9 月底，公司内设总裁办公室、法律事业部、人力资源部、行政后勤部、企业管理部、工程管理部、科技管理部、环保管理部、能源管理部、投资管理部、财务结算部、物质采购协调管理部等 12 个职能部门，下辖磷化工事业部、PET 事业部、PTA 事业部、热电

事业部、物流事业部、仓储事业部、驻外事业部、进出口事业部和综合事业部 9 个事业部。截至 2010 年底，公司纳入合并范围的全资及控股子公司 19 家。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额为 141.42 亿元，所有者权益合计 51.82 亿元（其中少数股东权益 12.31 亿元），2010 年公司实现营业收入 177.89 亿元，利润总额 8.65 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 172.89 亿元，所有者权益合计 61.39 亿元（其中少数股东权益 13.64 亿元），2011 年 1~9 月公司实现营业收入 168.17 亿元，利润总额 11.61 亿元。

公司注册地址：江阴市澄张路 18 号；法定代表人：李兴。

二、行业与经营分析

1. 石化板块（PTA、PET 行业）

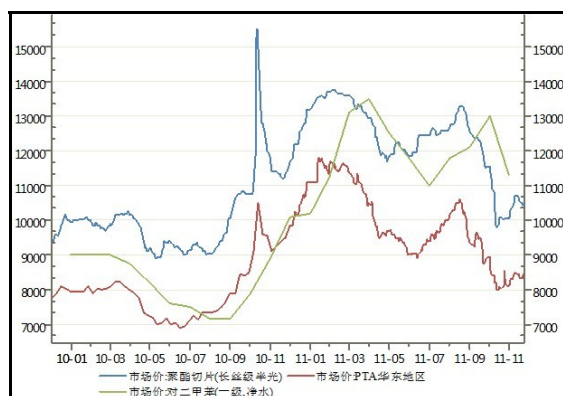
对苯二甲酸（PTA）是生产聚酯，尤其是聚对苯二甲酸乙二酯（PET）的原料。高纯度 PTA 与乙二醇（MEG）缩聚得到 PET。PTA 经由对二甲苯（PX）以醋酸为溶剂，在催化剂作用下经空气氧化，结晶、过滤、干燥、除杂质等过程制成。其中，PX 是 PTA 的主要原料，占到成本的 80%左右。

据中国 PTA 协会的统计，2010 年中国新增 PX 产能 80 万吨/年，总产能达 906 万吨/年；PTA 新增产能 440 万吨/年，总产能达 1996 万吨/年；聚酯新增产能约 245 万吨，总产能约 2860 万吨/年。2011 年预计国内 PTA 新增产能约 460 万吨，新增产能将于年中开始逐步释放。随着新增产能的逐步释放，PTA 供应偏紧的情况将明显改观。

2010 年，中国 PTA 产量为 1455 万吨，进口 540 万吨。2010 年，中国聚酯产量为 1189.16 万吨，同比增长 2.70%，进口聚酯切片纤维级 21.75 万吨，出口 7.08 万吨；进口瓶级 2.03 万吨，出口 70.64 万吨；新增资源（产量+纤维

级进口+瓶级进口)1212.94 万吨,净增资源(新增资源—纤维级出口—瓶级出口,即表观需求)1135.22 万吨。据海关统计,2011 年 1~9 月份中国进口 PX366.44 万吨,出口 26.84 万吨,新增资源(产量+进口)833.03 万吨,净增资源(新增资源—出口,即表观需求)806.19 万吨;进口 PTA484.89 万吨,出口 2.71 万吨,新增资源(产量+进口)1694.12 万吨,净增资源(新增资源—出口,即表观需求)1691.41 万吨。数据显示中国 PX 和 PTA 产业的市场需求依然较为强劲。

图 1 PX、PTA、PET 价格走势(元/吨)



资料来源: Wind 资讯

2010 年,中国纺织服装需求旺盛,棉花价格大涨,作为 PTA 下游的化纤(其中涤纶主要由 PET 制成),其比价优势凸显。PET 的价格在需求旺盛的带动下一路走高。受聚酯产能扩张的影响,PTA 的价格也不断上涨。同时,作为 PTA 原料的 PX 也随国际原油价格的大涨而抬头向上。总体上,2010 年,在上游 PX 价格的支撑以及下游 PET 需求的旺盛共同作用下,全年 PTA 的价格出现了大幅上涨。

进入 2011 年,国际经济环境持续低迷,PTA 扩产产能的释放令供给较为充分。上半年 PTA 以及 PET 价格出现回落。二季度价格出现短暂回升,三季度价格又再次出现大幅下降。

总体来看,随着国民经济的发展,PET 在纺织、瓶片及薄膜等领域的需求将会稳定增长,进而带动 PTA 的需求同步上涨。国际原油价格

上涨带动下的 PX 价格的强势将为 PTA 价格带来支撑,但产能的扩张使得企业间的竞争较为激烈。同时,受经济环境的影响,PTA、PET 均呈现一定的周期性波动。

2. 磷化工板块

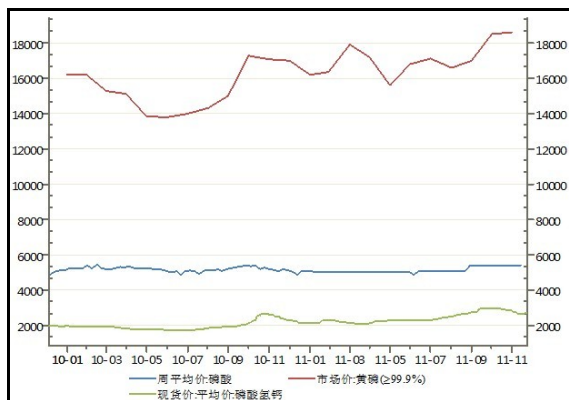
磷化工行业的核心是磷酸制造工艺。磷酸产品按纯度分为农用级、饲料级、食品级、医药级、电子级、半导体级,产品加工难度和附加值也随纯度提高而提高。在中国,湿法磷酸工艺因为生产的磷酸纯度偏低主要用于生产磷肥,热法磷酸则用于磷酸精制和工业磷酸盐的加工。

2010 年,中国黄磷产能超过 190 万吨/年,磷酸及其他磷酸盐产品总产能已经超过 1000 万吨/年,高居世界首位。2010 年,为完成“十一五”节能减排目标,各主产省目前均对黄磷生产加以限制,全国黄磷产量不足 90 万吨,全行业开工率不足 50%。由于黄磷具有战略资源特性,受政策调控力度较大,自然会对下游产品有所波及。2010 年 7 月 15 日国家财政部和税务总局下发《关于取消部分商品出口退税的通知》,有十余个磷酸盐品种被覆盖其中。

2010 年上半年,黄磷价格延续了 2009 年四季度的盘整格局,出现了震荡下跌的势头。2010 年下半年,受短期运输、供给影响,国内黄磷价格在丰水期逆市大幅上涨,带来下游磷化工产品价格上涨。随着丰水期逐渐结束、黄磷供给逐渐减少,黄磷价格开始在高位震荡。

2011 年年初以来,黄磷的价格一直小幅波动之中。磷酸的价格出现了小幅的上涨。磷酸盐的价格在 2011 年下半年出现了一波明显的上涨。

图2 黄磷、磷酸和磷酸氢钙的价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

展望未来，由于传统产品的需求仍然较为

低迷，伴随磷矿石价格上涨、黄磷产能收紧，国内大宗磷酸盐的落后产能有望加速淘汰，而新增产能又受制于行业政策，行业秩序将逐步好转。

3. 经营分析

公司主要的业务板块分为石化板块、磷化工板块、煤化工板块和物流贸易板块，其中石化板块和磷化工板块是公司的主要生产业务；煤化工板块所占份额较小，公司正在逐步退出；物流贸易则随着公司生产业务的发展而不断壮大。

表2 2009~2011年9月公司营业收入情况

项目	2009年			2010年			2011年1~9月		
	营业收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
石化板块	428210.37	28.60	2.05	539925.56	30.35	6.03	676428.19	40.22	11.10
磷化工板块	390854.66	26.11	12.18	535626.60	30.11	10.44	437177.68	26.00	4.30
煤化工板块	86875.32	5.80	9.35	79490.80	4.47	8.64	45517.61	2.71	6.38
物流贸易板块	565787.97	37.79	2.31	596463.57	33.53	1.86	472434.19	28.09	2.46
其他	25321.04	1.69	38.36	27370.42	1.54	2.44	50111.33	2.98	13.85
合计	1497049.36	100.00	5.83	1778876.95	100.00	6.02	1681669.00	100.00	6.86

资料来源：公司提供。

营业收入方面，2010年，公司实现营业收入177.89亿元，同比增长18.82%。石化板块和磷化工板块的营业收入同比分别增长26.09%和37.04%；物流贸易板块保持温和增长，为5.42%；煤化工板块的营业收入则同比下降8.50%。2011年1~9月，由于公司PTA项目于1月15日投产，期内公司营业收入为168.17亿元，其中石化板块占比提高到40.22%。

毛利率方面，2010年，受益于产品价格回升，石化板块的毛利率为6.03%，同比上涨3.98个百分点。除石化板块外，所有其他板块的毛利率都出现了不同程度的下降，其中磷化工板块的毛利率为10.44%，同比下降1.74个百分点；煤化工板块的毛利率为8.64%，同比下降0.71个百分点；物流贸易板块的毛利率为1.86%，同比下降0.45个百分点。2011年1~9

月，受益于PTA项目投产，公司原材料供给部分实行内部采购，公司石化板块毛利率提高至11.10%。物流贸易板块的毛利率也小幅提高到2.46%，但磷化工板块和煤化工板块的受制于成本上涨，毛利率均较2010年有所下滑。

石化板块方面，公司主要的石化产品为PET切片和半抛光聚酯切片（半成品），2011年起新增PTA产品。2010年，公司主要石化产品的营业收入占到石化板块的77.87%。2010年，公司PET切片产量和销量分别为31.32万吨和30.12万吨，同比分别下降13.41%和18.11%。期内，公司PET切片的销售均价为9957.65元/吨，同比上涨13.63%。2010年，公司半抛光聚酯切片（半成品）的销量为12.74万吨，同比微降0.86%，其销售均价为9459.13元/吨，同比上涨14.78%。2011年1月，公司

60 万吨/年 PTA 项目投产。2011 年 1~9 月, 公司 PTA 产量为 52.60 万吨, 销量为 52.46 万吨 (包括作为 PET 原料的内部销售部分), 产销率接近 100%。同期, 公司 PET 产量为 32.71 万吨, 销量为 31.31 万吨; 公司半抛光聚酯切片 (半成品) 销量为 10.32 万吨。

磷化工板块方面, 公司主要的磷化工产品分为黄磷、磷酸和磷酸盐, 其中黄磷主要用于公司制备磷酸和磷酸盐。2010 年, 公司磷酸及磷酸盐营业收入占磷化工板块总营业收入的 92.79%。2010 年, 公司磷酸产量为 66.92 万吨, 同比下降 9.60%, 但同期磷酸销量为 73.30 万吨, 同比增长 10.64%, 期间, 公司磷酸产品的销售均价为 3933.86 元/吨, 同比上涨了 6.39%。2010 年, 公司磷酸盐产量为 28.46 万吨, 同比增长 5.92%, 磷酸盐的销量为 36.40 万吨, 同比增长 56.09%, 其平均售价为 5732.63 元/吨, 同比上涨 4.19%。2011 年 1~9 月份, 公司磷酸产量和销量分别为 64.21 万吨和 61.86 万吨, 其销售均价为 4932.25 元/吨; 公司磷酸盐产量和销量分别为 28.36 万吨和 25.03 万吨, 其销售均价为 6812.35 元/吨。

物流贸易板块方面, 公司在江阴长江边建有 2 万吨级泊位的专用化工码头和 20 万立方米各类液体化工品储罐。拥有 200 个铁路化工自备专用车皮和 2000 个化工专用集装箱罐。2010 年, 公司物流贸易板块实现营业收入 59.65 亿元, 同比增长 5.42%。

总体看, 跟踪期内, 公司收入和利润规模快速增长, 公司盈利能力有所提高。

3. 管理分析

跟踪期内, 公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

三、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2010 年度财务报告经由江

阴大桥会计师事务所有限公司审计并出具了标准无保留意见的审计结论。2011 年 3 季度报表未经审计。

截至 2010 年底, 公司 (合并) 资产总额 141.42 亿元, 所有者权益 51.82 亿元 (含少数股东权益 12.31 亿元); 2010 年公司实现营业收入 177.89 亿元, 利润总额 8.65 亿元。

截至 2011 年 9 月底, 公司 (合并) 资产总额 172.89 亿元, 所有者权益 61.39 亿元 (含少数股东权益 13.64 亿元); 2011 年 1~9 月公司实现营业收入 168.17 亿元, 利润总额 11.62 亿元。

2. 盈利能力

跟踪期内, 公司石化板块、磷化工板块以及物流贸易的营业收入实现全面增长, 2010 年公司实现营业收入 177.89 亿元, 同比增长 18.82%。2010 年公司营业成本为 161.46 亿元, 同比增长 16.11%。2010 年公司营业利润率为 6.02%, 同比略有增长。

期间费用方面, 2010 年公司期间费用占营业收入的比重分别为 4.07%, 同比略有增长。

2010 年公司利润总额和净利润分别为 8.48 亿元和 8.65 亿元, 同比分别增长 65.84% 和 51.23%。

盈利指标方面, 2010 年, 公司石化板块的毛利率上升明显, 为 6.03%。其他板块的毛利率则出现了不同程度的下降。整体上, 2010 年公司营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为 8.80%、7.95% 和 13.48%。

2011 年 1~9 月, 随着公司 PTA 项目的投产, 公司实现营业收入 168.17 亿元, 公司营业利润率有所提高, 为 10.51%。2011 年 1~9 月公司利润总额和净利润分别为 11.61 亿元和 9.57 亿元。

总体看, 跟踪期内, 公司收入规模快速增长, 但公司整体盈利能力一般。随着公司汉邦 PTA 项目的建成投产, 公司原料来源更加稳定, 产业链进一步完善, 营业收入将持续增加, 同

时公司的盈利能力有望得到提升。

3. 现金流及保障

从经营活动来看, 2010 年, 公司经营活动现金流入量为 169.91 亿元, 同比增长 0.05%, 其中公司销售商品、接受劳务收到的现金为 168.72 亿元, 同比增长 0.02%; 公司经营活动现金流出量为 154.00 亿元, 同比下降 2.45%。2010 年公司现金收入比为 94.85%, 收入实现质量一般。

从投资活动来看, 2010 年, 公司投资活动现金流出和净流出量分别为 28.32 亿元和 27.52 亿元, 主要是公司进行固定资产投资所致。公司筹资活动前产生的现金流量净额为-11.61 亿元, 公司经营活动现金流量无法满足投资的资金需求, 对外存在一定筹资需求。

从筹资活动来看, 2010 年, 公司筹资活动现金流入量和流出量分别为 130.81 亿元和 115.88 亿元, 同比分别增长 7.83%和 11.81%, 主要是公司取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金增长所致。公司筹资活动产生的现金净流量为 14.92 亿元。

2011 年 1~9 月份, 公司经营活动产生的现金流净额为 10.63 亿元, 投资活动产生的现金流净额为-18.98 亿元, 筹资活动产生的现金流净额为 11.05 亿元。

总体看, 公司经营活动获取现金能力较强, 但公司投资规模较大, 导致公司经营活动产生的现金流不能满足投资支出的需要, 公司存在一定的对外筹资需求。

4. 资本及债务结构

资产

截至 2010 年底, 公司资产总额 141.42 亿元, 同比增长 14.78%, 其中流动资产合计占 32.42%, 非流动资产合计占 67.58%。公司资产以非流动资产为主。

截至 2010 年底, 公司流动资产合计 45.85 亿元, 同比增长 14.07%, 主要由货币资金和存

货增加所致。公司的流动资产主要包括货币资金、应收票据、存货等。

截至 2010 年底, 公司货币资金 24.28 亿元, 占流动资产的比例为 52.96%, 公司货币资金充足率较高。公司应收票据为 3.45 亿元, 应收票据均为银行承兑汇票, 变现能力强。公司应收账款账面余额为 2.46 亿元。从账龄分布看, 账龄在 1 年以内的占 80.80%, 1~2 年的占 14.48%, 2 年及以上的占 4.72%。公司与合作客户较稳定, 未计提坏账准备。公司预付款项账面余额为 2.35 亿元。预付款项中账龄在 1 年以内的部分占 95.37%。公司预付款项主要是公司预付的原材料采购款和预付设备工程款。公司未对预付款计提坏账准备。公司存货账面余额为 12.63 亿元, 同比增长 39.53%, 其中原材料和库存商品分别占 43.51%和 48.47%, 在产品占 6.09%。公司未计提存货跌价准备。2010 年底, 公司存货账面价值同比增长 39.53%, 主要是为汉邦(江阴)石化有限公司 PTA 项目开工而增加了存货。

截至 2010 年底, 公司非流动资产合计 95.57 亿元, 同比增长 15.13%, 主要由于在建工程和工程物资增加所致。公司的非流动资产主要包括固定资产、在建工程、工程物资等。

截至 2010 年底, 公司固定资产账面余额为 72.49 亿元, 其中房屋及建筑物占 28.64%, 机器设备占 66.26%。2010 年公司增加计提折旧 6.23 亿元。2010 年底公司固定资产账面价值为 40.16 亿元。公司在建工程账面价值为 36.46 亿元, 其中汉邦石化 PTA 项目为 25.93 亿元。公司工程物资账面价值为 9.45 亿元, 同比增长 1030.96%, 主要是为汉邦石化 PTA 项目的建设而准备的工程物资。

截至 2011 年 9 月, 公司资产总额为 172.89 亿元, 较 2010 年底增长 22.25%, 其中流动资产占比为 32.42%, 非流动资产占比为 67.58%。公司资产结构保持稳定。流动资产方面, 2011 年 1~9 月, 公司发行了两期共 15 亿元的中期票据, 导致公司货币资金有所增加, 同时为满

足汉邦石化 PTA 项目的投产，公司增加了存货储备。非流动资产方面，汉邦石化 PTA 项目于 2011 年 1 月 15 日正式开始投产，公司汉邦石化 PTA 项目陆续由在建工程转入固定资产，导致公司固定资产增加较多。同时，公司在建工程期末余额较大。

表 3 2011 年 9 月底公司在建工程

项目名称	期末余额 (万元)
澄星工业园项目	4921.51
澄利散装化工二期	1915.90
弥勒黄磷工程	16261.52
澄星 PTA 项目	263513.70
宣威矿电磷工程	16584.28
磷酸盐扩能工程	1303.05
澄利散装储罐	19060.65
澄星电厂工程	3084.08
合 计	326644.69

资料来源：公司提供

截至 2011 年 9 月底，公司长期股权投资为 8.21 亿元，较 2010 年底有大幅增长。公司长期股权投资明细见下表。

表 4 2011 年 9 月底公司长期股权投资

单位名称	投资金额 (万元)
华龙证券	9050.00
广汇汽车	18000.00
江阴澄信农村小额贷款公司	24000.00
江苏海陆装饰科技股份有限公司	6128.40
南南铝业股份有限公司	2520.00
东吴基金管理有限公司	2100.00
江苏维尔新材料股份有限公司	2643.70
股权投资价差	17677.20
小 计	82119.30

资料来源：公司提供

总体看，公司资产以固定资产为主，符合公司投资的企业所处行业特征。公司流动资产中货币资金和存货占比较大，资产流动性好。总体看，公司整体资产质量较好。

负债

截至 2010 年底，公司负债合计 89.60 亿元，同比增长 14.33%，其中流动负债占比 69.02%，

非流动负债占比 30.98%。

截至 2010 年底，公司流动负债为 61.85 亿元，其中以短期借款（占比 50.07%）和应付票据（占比 45.60%）为主。

截至 2010 年底，公司短期借款为 30.97 亿元，其中担保借款 21.67 亿元，抵押借款 6.50 亿元，定期存单质押借款 2.00 亿元，动产质押借款 0.80 亿元。公司应付票据为 28.20 亿元，同比增长 0.47%。

截至 2010 年底，公司非流动负债为 27.76 亿元，其中以长期借款（56.12%）和其他非流动负债（27.14%）为主。

截至 2010 年底，公司长期借款为 15.58 亿元，其中汉邦石化 PTA 项目的银团贷款为 12 亿元。

截至 2010 年底，公司专项应付款为 1.62 亿元，系公司下属子公司江苏新亚化工有限公司政策性搬迁收到而未用完的政府补助款。

截至 2010 年底，公司其他非流动负债为 7.53 亿元，同比增长 416.91%。主要是公司新增融资租赁售后回租的部分租赁款。

截至 2010 年底公司债务总额为 78.09 亿元，其中短期债务 60.36 亿元，占 77.30%，长期债务 17.72 亿元，占 22.70%，公司以短期债务为主。

截至 2010 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.36%、60.11%和 25.48%，同比债务负担变化不大。

截至 2011 年 9 月底，公司负债合计为 111.49 亿元，其中流动负债占 62.61%，非流动负债占 37.39%。公司负债结构有所改善。流动负债方面，2011 年 1~9 月，随着 PTA 项目的投产，公司的应付账款和其他应付款（主要是项目完工决算后产生的未付工程款）均有所增长。同时，一年内到期的非流动负债增加较多。非流动负债方面，公司于 2011 年 2 月和 3 月共发行两期 15 亿元的中期票据，导致公司应付债券大幅增长。

截至 2011 年 9 月底，公司的全部债务为 99.00 亿元，较 2010 年底增长 26.78%，其中短期债务为 61.27 亿元（占比 61.89%），长期债务为 37.73 亿元（占比 38.11%）。

总体看，公司债务规模总量增长较快，债务负担加重，债务结构尚待改善。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率较为稳定，2010 年底分别为 74.14% 和 53.72%，2011 年 9 月底上述指标分别为 80.30% 和 50.59%。2010 年公司经营现金流动负债比分别为从上年的 20.44% 上升到 25.73%。从经营活动现金流入量对流动负债覆盖倍数看，2009 年和 ~2010 年分别为 2.90 倍和 2.75 倍。总体看，由于短期负债较多，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2010 年公司 EBITDA 为 18.26 亿元，同比增长 42.95%。同期公司全部债务增幅较小，导致全部债务/EBITDA 下降至 4.28 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力有所提高。2010 年公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.89 倍下降至 5.47 倍，EBITDA 对利息的保障能力基本保持稳定。总体看，公司长期偿债能力较强。

6. 存续债券偿还能力分析

公司于 2011 年 2 月和 3 月分别发行了“11 澄星 MTN1”和“11 澄星 MTN2”。两期中期票据总额共 15 亿元（以下称“存续债券”）。

公司 2010 年 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续债券的保护倍数分别为 1.22 倍、11.33 倍和 1.06 倍。经营活动产生的现金流量对存续债券的保障能力较强。

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产为 31.02 亿元，为存续债券的 2.07 倍。公司现金类资产充裕。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11

澄星 MTN1”和“11 澄星 MTN2” AA 的信用等级。

附件 1 2010 年底公司纳入合并范围的下属子公司

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例
1	江阴澄利贸易有限公司	3000	51%
2	江苏澄星集团进出口有限公司	500	70%
3	江阴市澄星房地产开发有限公司	1000	90%
4	江阴黄田港仓储服务有限公司	500	60%
5	江阴澄利散装化工有限公司	2069.24	49%
6	江苏星宇鸿工贸实业有限公司	500	80%
7	江阴澄高包装材料有限公司	16554.39	70%
8	江苏澄星磷化工股份有限公司	65147.128	26.2%
9	江苏新亚化工有限公司	7000	71.43%
10	上海澄阳国际贸易有限公司	3000	60%
11	云南弥勒雷打滩水电有限公司	24000	55%
12	汉邦（江阴）石化有限公司	100000	85%
13	江阴市磷酸盐化工厂	2410	100%
14	江阴市日用化工厂	2083.8	100%
15	江阴澄盛新型包装材料有限公司	500 万美元	40%
16	上海澄龙生物科技发展有限公司	2000	47.5%
17	江苏石磷化学工业有限责任公司	1000	81%
18	云南澄星实业有限公司	1000	60%
19	江阴石庄热电有限公司	38000	100%

附表 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	209693.57	242832.08	15.80	269775.93
交易性金融资产	2400.00	2200.00	-8.33	1361.00
应收票据	30495.90	34466.40	13.02	39072.07
应收账款	25955.60	24592.12	-5.25	20090.66
预付款项	25119.10	23500.45	-6.44	16680.92
应收利息				
待摊费用		2012.50		
其他应收款	16238.80	2608.30	-83.94	5811.95
存货	90541.40	126332.12	39.53	207407.64
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	1555.40	0.00	-100.00	326.88
流动资产合计	401999.78	458543.98	14.07	560527.06
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	19101.77	27074.10	41.74	82119.30
投资性房地产				
固定资产	438355.30	401587.95	-8.39	687677.19
在建工程	306319.50	364568.40	19.02	326644.69
工程物资	8352.30	94461.53	1030.96	46.28
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	53400.40	56698.10	6.18	58989.77
开发支出				
商誉				1270.39
合并价差				
长期待摊费用	4586.20	5616.30	22.46	6005.91
递延所得税资产		5690.50		5584.39
其他非流动资产				
非流动资产合计	830115.48	955696.89	15.13	1168337.92
资产总计	1232115.26	1414240.87	14.78	1728864.97

附表 2-2 合并资产负债表(负债及股东权益)

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债:				
短期借款	274050.00	309650.00	12.99	294900.00
交易性金融负债				
应付票据	280666.00	281985.00	0.47	255506.44
应付账款	2677.10	16588.60	519.65	49691.02
预收款项	2612.90	3402.70	30.23	2967.18
应付职工薪酬	394.70	397.48	0.70	615.47
应交税费	6376.69	-12529.10	-296.48	-1896.04
应付利息	2569.89	3860.46	50.22	2883.11
应付股利	380.34	1562.32	310.77	0.00
其他应付款	301.80	1532.56	407.81	31052.41
预计负债				
一年内到期的非流动负债	15000.00	12000.91	-19.99	40511.17
其他流动负债				21828.47
流动负债合计	585029.43	618450.94	5.71	698059.23
非流动负债:				
长期借款	155800.00	155800.00	0.00	215800.00
应付债券	20778.98	21419.22	3.08	161454.07
长期应付款	7572.20	8863.90	17.06	8863.90
专项应付款		16179.60		16715.34
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债	14574.00	75334.00	416.91	14052.61
非流动负债合计	198725.18	277596.72	39.69	416885.92
负债合计	783754.61	896047.66	14.33	1114945.16
所有者权益:				
实收资本(或股本)	82000.00	82000.00	0.00	82000.00
资本公积	3459.18	3459.18	0.00	3459.18
减: 库存股				
专项准备				
盈余公积	40375.37	40375.37	0.00	40375.37
未分配利润	206340.24	269231.70	30.48	351720.18
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	332174.79	395066.24	18.93	477554.72
少数股东权益	116185.86	123126.97	5.97	136365.09
所有者权益合计	448360.65	518193.21	15.58	613919.82
负债和所有者权益总计	1232115.26	1414240.87	14.78	1728864.97

附表 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、营业收入	1497049.34	1778862.90	18.82	1681669.00
减: 营业成本	1390582.91	1614614.52	16.11	1497222.27
营业税金及附加	6324.21	7735.59	22.32	7631.36
销售费用	18617.38	23883.49	28.29	15270.76
管理费用	14069.80	15066.79	7.09	12375.96
财务费用	21687.34	33404.21	54.03	35123.88
资产减值损失				-137.67
加: 公允价值变动收益				
投资收益	3877.69	655.64	-83.09	1200.27
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	49645.39	84813.94	70.84	115382.72
加: 营业外收入	2864.22	2363.76	-17.47	1711.03
减: 营业外支出	378.14	725.32	91.81	957.08
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	52131.47	86452.39	65.84	116136.67
减: 所得税费用	5949.05	16609.82	179.20	20410.06
四、净利润	46182.42	69842.56	51.23	95726.60
其中: 归属于母公司的净利润	41652.19	62891.45	50.99	82488.48
少数股东损益	4530.23	6951.11	53.44	13238.12

附表 4 合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	1686767.55	1687180.31	0.02	1900729.86
收到的税费返还	5086.99	5520.06	8.51	403.80
收到其他与经营活动有关的现金	6432.18	6432.18	0.00	18391.01
经营活动现金流入小计	1698286.72	1699132.55	0.05	1919524.67
购买商品、接受劳务支付的现金	1501889.84	1463155.06	-2.58	1771140.77
支付给职工以及为职工支付的现金	14172.22	14172.22	0.00	11923.05
支付的各项税费	30396.81	30396.81	0.00	12088.37
支付其他与经营活动有关的现金	32272.93	32272.93	0.00	18098.56
经营活动现金流出小计	1578731.80	1539997.02	-2.45	1813250.75
经营活动产生的现金流量净额	119554.92	159135.54	33.11	106273.92
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	415.47	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	3877.69	3877.69	0.00	1200.27
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额		73.75		101.98
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金		4039.40		0.00
投资活动现金流入小计	4293.16	7990.84	86.13	1302.24
购建固定资产、无形资产等支付的现金	263112.71	258121.37	-1.90	154580.59
投资支付的现金				36508.28
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金		25073.76		
投资活动现金流出小计	263112.71	283195.13	7.63	191088.87
投资活动产生的现金流量净额	-258819.55	-275204.29	6.33	-189786.62
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	1213050.00	1308050.91	7.83	578410.00
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金				179377.12
筹资活动现金流入小计	1213050.00	1308050.91	7.83	757787.12
偿还债务支付的现金	1036396.20	1122871.20	8.34	581160.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		35972.44		41446.17
支付其他与筹资活动有关的现金				24724.40
筹资活动现金流出小计	1036396.20	1158843.64	11.81	647330.57
筹资活动产生的现金流量净额	176653.80	149207.27	-15.54	110456.55
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	37389.17	33138.51	-11.37	26943.85
加：期初现金及现金等价物余额	172304.40	209693.57	21.70	242832.08
六、期末现金及现金等价物余额	209693.57	242832.08	15.80	269775.93

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	26.67	30.80	--
存货周转次数(次)	12.29	14.89	--
总资产周转次数(次)	1.32	1.34	--
现金收入比(%)	112.67	94.85	113.03
盈利能力			
营业利润率(%)	6.69	8.80	10.51
总资本收益率(%)	5.68	7.95	--
净资产收益率(%)	10.30	13.48	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	28.26	25.48	38.06
全部债务资本化比率(%)	62.47	60.11	61.72
资产负债率(%)	63.61	63.36	64.49
偿债能力			
流动比率(%)	68.71	74.14	80.30
速动比率(%)	53.24	53.72	50.59
经营现金流动负债比(%)	20.44	25.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.89	5.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	4.28	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.15	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.42	-3.47	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务= (长期债务+短期债务)
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及含义同企业长期信用等级。